

# **Fundos de investimento e a necessidade de observância do direito de preferência na alienação de suas quotas**

Leandro Alberto Torres Ravache  
Luciana de Holanda Ramos  
Walter Pereira Bastos Neto

# **Fundos de investimento e a necessidade de observância do direito de preferência na alienação de suas quotas**

**Leandro Alberto Torres Ravache  
Luciana de Holanda Ramos  
Walter Pereira Bastos Neto\***

## **Resumo**

O presente estudo visa trazer resposta para uma importante questão relacionada aos Fundos de Investimentos em Participações (FIPs) e aos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEEs), qual seja, a necessidade ou não de que seja dado direito de preferência aos demais quotistas em caso de alienação de quotas desses veículos de investimento. A resposta para a questão passa, necessariamente, pela análise da natureza jurídica dos fundos e de suas características. Para tanto, embora tenha sempre como fio condutor a legislação pátria, este artigo não se esquivava de criticá-la, buscando amparo na doutrina. A desnecessidade de conferir direito de preferência na alienação das mencionadas quotas, conclusão abraçada neste artigo, é o posicionamento que se coaduna com o esperado desenvolvimento do mercado secundário de quotas de fundos.

---

\* Advogados do BNDES. Os autores agradecem a Marcus Cardoso Santiago e a André Aguiar Estellita, economista e advogado do BNDES, na devida ordem, o grande incentivo e a colaboração a este trabalho. Este artigo é de exclusiva responsabilidade dos autores, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

## **Abstract**

This article aims at investigating the necessity to observe the right of first refusal in selling private equities shares. In order to answer this question, it is important to investigate the jurisdictional nature of funds (private equity & venture capital) and the doctrine related to it. This article concludes that it is not necessary to concede the right of first refusal of shares of funds, which is especially relevant to boost the secondary market of shares of funds in Brazil.

## Introdução

Desde a sua fundação, em 1952, o BNDES exerce o papel de agente transformador do país, inicialmente com foco exclusivamente no desenvolvimento econômico, ainda sob a denominação de BNDE, e, posteriormente, ampliando seu escopo de atuação também para a seara social.

Passados sessenta anos desde sua criação, período em que ajudou a escrever importantes capítulos da recente história brasileira, o BNDES continua na vanguarda da economia nacional e elegeu, em seu Planejamento Corporativo para 2009-2014, a inovação, o desenvolvimento local e regional e o desenvolvimento socioambiental como pilares do seu fomento.

Durante todos esses anos, foram várias as formas de atuação, diretamente ou por meio de suas subsidiárias. Com o surgimento da BNDESPAR, em 1982, fruto de uma reorganização envolvendo três subsidiárias,<sup>1</sup> o Sistema BNDES incrementou suas atividades no mercado de capitais, de modo a ampliar as formas de capitalização das empresas brasileiras e o desenvolvimento de novos empreendimentos.

Para atingir essa finalidade, os fundos de investimento – uma das formas que os investimentos coletivos podem assumir e cujo apoio à estruturação pela BNDESPAR remonta a 1995 – revelam-se uma importante ferramenta, porquanto conferem capilaridade aos investimentos, permitindo beneficiar maior número de empresas nas diferentes regiões do Brasil.

Por certo, esse tipo de investimento coletivo ganha cada vez mais relevância no Brasil, fruto, principalmente, do crescimento econômico do país. A estabilidade das regras e fundamentos econômicos nas últimas décadas, em conjunto com as oportunidades de negócios, acarretou um fluxo de capitais vultoso para a nossa economia, o que, ao ampliar o crescimento econômico, gerou aumento de renda

---

<sup>1</sup> Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa) e Insumos Básicos S.A. Financiamento e Participações (Fibase).

para a população. Esse aumento de renda refletiu-se, por conseguinte, na elevação do nível de poupança do país, o que, em última análise, favorece o desenvolvimento de um mercado de capitais vigoroso.

É sabido que o mercado de capitais é aquele que permite o fluxo de capital de quem poupa para quem necessita de recursos para investimento produtivo, direcionando os recursos para as melhores alternativas. Dessa maneira, em um verdadeiro ciclo virtuoso, a economia do país se desenvolverá cada vez mais, pois, a partir da captação dessa poupança, as empresas ampliarão os investimentos, inclusive em pesquisa e desenvolvimento, o que tende a gerar produtos e serviços inovadores e com maior valor agregado.

Nesse cenário, os fundos de investimento, notadamente os denominados de *venture capital* e *private equity*, são importantes atores para que a economia nacional continue a prosperar, papel esse que, efetivamente, vêm desempenhando ao longo dos últimos anos.

O presente estudo visa trazer resposta para uma importante questão que se apresenta em relação aos Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e aos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEEs), qual seja, a necessidade ou não de que seja dado direito de preferência aos demais quotistas em caso de alienação de quotas desses veículos de investimento.

Como questão preliminar dessa discussão, tem-se que um mercado de capitais forte é, necessariamente, aquele que assegura liquidez suficiente aos seus investidores, de modo que, segundo essa análise, qualquer restrição à livre circulação de valores mobiliários no mercado secundário pode representar maior ou menor pujança de determinada economia. Contudo, isso não basta para dizer que as operações de compra e venda de quotas de FIPs e FMIEEs não estejam submetidas ao direito de preferência dos demais quotistas.

Assim, apesar de ser desejável, do ponto de vista econômico, que os valores mobiliários de emissão de tais fundos não sofram limitações que possam impactar negativamente em sua liquidez, somente a análise jurídica pormenorizada do instituto, com a verifi-

cação de suas características principais perante a ciência do Direito, possibilitará uma resposta adequada para a questão que se apresenta. Para tanto, o presente artigo tem como base as considerações das doutrinas civilista e comercialista, bem como os estudos realizados por um de seus coautores,<sup>2</sup> por ocasião da sua especialização na matéria.

## **Natureza jurídica dos fundos de investimento**

Como bem ressalta o ilustre advogado Ricardo Freitas, a natureza jurídica desses veículos de investimento é tema que goza de ampla pesquisa na doutrina, inclusive estrangeira, e que está longe de ser pacífica, pois continua sendo objeto de grandes discussões, mesmo nos dias de hoje, decorridos cerca de 55 anos do surgimento, na Bélgica, na França e na Holanda, dos fundos na estrutura que hoje se conhece [Freitas (2006)].

Por isso, não se pretende esgotar o tema no presente estudo, mas tão somente trazer o rol das várias posições doutrinárias e algumas consequências da adoção de cada uma delas.

A resposta à questão aqui proposta, acerca da necessidade ou não de observar direito de preferência por ocasião da alienação de quotas de FIPs e FMIEEs, varia, portanto, conforme a classificação jurídica do instituto.

Nessa linha, Freitas destaca, ao analisar o fato de que a doutrina não é uníssona na determinação da natureza jurídica dos fundos, que

o principal motivo da reflexão sempre foi o de individualizar a relação jurídica exata entre o fundo e os investidores (participantes), uma vez que os instrumentos e a própria natureza da tutela destes últimos para o exercício de seus direitos variam com o tipo de relação jurídica e com a natureza dos direitos [Freitas (2006, p. 139)].

Assim, adotando-se a divisão proposta por Freitas, análoga àquela promovida pelo professor italiano Giulio Gentile,

---

<sup>2</sup> Trata-se de monografia apresentada por Leandro Alberto Torres Ravache, no ano de 2011, perante a Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC Rio).

as correntes doutrinárias para a determinação da natureza jurídica dos fundos de investimento são as seguintes: (a) copropriedade; (b) comunidade de bens não condominial; (c) propriedade fiduciária; (d) propriedade em mão comum; e (e) organização associativa.

## **Teoria condominial (copropriedade)**

A corrente que classifica os fundos como um instituto da copropriedade é majoritária na doutrina, em linha com a regulamentação promovida pelo arcabouço jurídico pátrio, como se depreende da leitura de dispositivos de instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)<sup>3</sup> acerca das diversas modalidades de fundos.

Essa também parece ser a orientação de outros ordenamentos jurídicos, como Alemanha, Suíça, Espanha, Itália e França, o que é destacado por Alonso (1971). Por sinal, o ilustre autor, ao comentar a solução dada por esses países e tendo em vista a opção do legislador pátrio de se antecipar às discussões doutrinárias para definição da natureza jurídica dos fundos, elogia a designação dos fundos sob o rótulo de condomínios.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Art. 2º da ICVM 391, de 16 de julho de 2003. O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração. Art. 1º da ICVM 209, de 25 de março de 1994. O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, e de sua denominação deverá constar a expressão “Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes”.

<sup>4</sup> De acordo com os ensinamentos do advogado Félix Ruiz Alonso: “Na Alemanha, já foi acolhido o condomínio com a ‘Gesetz über Kapitalanlagengesellschaften’, em que afirma que entre os inversores media uma relação de copropriedade, não uma relação societária. Da mesma forma, acolheram o Investment trust como condomínio a Suíça, a Espanha, a Itália, países de profunda tradição romanística. O legislador pátrio é louvável, havendo-se adiantado à doutrina, na solução esboçada, quando insistentemente designa os fundos de investimento sob o rótulo de condomínios” [Alonso (1971, p. 81-82)].

Diante desse cenário, então, é de suma importância que seja analisado o instituto do condomínio e todas as suas repercussões.

É sabido que o domínio é o mais completo dos direitos reais, aí entendido, segundo a lição do mestre Silvio Rodrigues (2007), como o

direito que se prende à coisa, prevalecendo com a exclusão de quem quer que seja, independentemente para o seu exercício da colaboração de outrem e conferindo ao seu titular a possibilidade de ir buscar a coisa onde quer que se encontre, para sobre ela exercer o seu direito(p. 5).

Trata-se, portanto, do direito que tem como cerne a relação entre a pessoa e a coisa, distintamente do direito pessoal, que é marcado pela relação intersubjetiva.

Contudo, como este estudo não é focado no direito das coisas, serão abstraídos os debates quanto à existência ou não de relação jurídica entre pessoas e coisas ou se toda relação jurídica é intersubjetiva, tema discutido pelas teorias realista, personalista e da situação jurídica. É importante, entretanto, deixar delimitado o campo de atuação dos direitos reais, evidenciando suas características.

O mestre paulista, ao analisar a distinção marcante entre os direitos reais e os direitos pessoais, destaca que o exercício daqueles independe da colaboração de terceiros, ao passo que, para a efetivação dos direitos pessoais, é imprescindível a colaboração do devedor, de forma espontânea ou forçada.

O desembargador e professor Marco Aurélio Bezerra de Melo, por sua vez, diferencia os direitos reais dos direitos pessoais pela sua eficácia *erga omnes*, por ter como objeto uma coisa, por não depender o seu exercício da presença de intermediários e pela própria figura da sequela que inexistente nos direitos pessoais.

Assim, são traços marcantes dos direitos reais, segundo a lição do ilustre desembargador [Melo (2007, p. 3-8)]: (i) oponibilidade contra todos (eficácia *erga omnes*); (ii) aderência ou inerência; (iii)



ambulatoriedade; (iv) seqüela; (v) publicidade; (vi) taxatividade; (vii) perpetuidade; e (viii) preferência.

Por fim, de acordo com parcela da doutrina, capitaneada, entre outros, por Silvio Rodrigues, os direitos reais também são exclusivos, no sentido de que “não se pode conceber dois direitos reais, de igual conteúdo, sobre a mesma coisa” [Rodrigues (2007, p. 195)].

Nessa linha, o direito real de domínio existente nas hipóteses de condomínio é único, embora se divida entre os vários comunitários, assim como nas situações de propriedade fiduciária, em que o domínio é transferido de forma resolúvel para o credor, ficando o devedor com a posse direta do bem.<sup>5</sup>

A título de exemplo, o eminente civilista também cita as hipóteses do usufruto e da enfiteuse, nas quais o usufrutuário tem direito aos frutos e o enfiteuta, às utilidades da coisa, em oposição ao do nuproprietário e do titular do domínio direto, consistente no direito de guarda à substância da coisa.

Por certo, depois de bem delineados os atributos que caracterizam os direitos reais, é possível tratar do condomínio e de suas repercussões no mundo jurídico. Antes, porém, para exata compreensão do instituto, é preciso ter em mente que o domínio, nos termos do art. 1.228 do Código Civil, é o direito de usar (*jus utendi*), gozar (*jus fruendi*), dispor de um bem (*jus abutendi*) e reavê-lo de quem injustamente o detenha.

O *jus utendi* nada mais é do que a prerrogativa do titular do domínio de usar a coisa de acordo com a sua vontade, bem como de excluir terceiros de igual utilização.

---

<sup>5</sup> A propriedade fiduciária apresenta-se como um exemplo do atributo da exclusividade dos direitos reais para todos aqueles que consideram a posse como um direito real e não uma mera situação de fato, mas, como o presente estudo não tem como foco esse tipo de análise, ele foi utilizado para reforçar a visualização da característica da exclusividade, não ficando, todavia, prejudicado o referido atributo se porventura o exemplo em tela for afastado pela adoção de uma corrente em que a posse não se apresenta como um direito real.

O *jus fruendi*, por sua vez, significa a possibilidade de o proprietário colher os frutos naturais e civis da coisa, bem como o poder de, nas palavras de Silvio Rodrigues, “explorá-la economicamente, aproveitando seus produtos” [Rodrigues (2007)].

O poder de disposição da coisa, *jus abutendi* do direito romano, implica a possibilidade de o titular do domínio aliená-la, mas nunca o direito de destruí-la.

Além do *jus utendi*, do *jus fruendi* e do *jus abutendi*, o proprietário, com base na sequência, acima elencada, pode reivindicar a coisa das mãos de quem quer que injustamente a detenha, por meio de ação própria.

Visto isso, é preciso destacar novamente que o direito de propriedade, justamente por ser exclusivo, é um só, tendo cada um dos coproprietários, em caso de condomínio, uma fração ideal do todo. Por isso, Silvio Rodrigues afirma que, no tocante a essa parte ideal, “o direito do condômino é absoluto, exclusivo e perpétuo” [Rodrigues (2007a, p. 195-203)].

Isso significa dizer que cada condômino, em face de terceiros, age como proprietário único e ordinário, diferentemente da sua situação perante os demais consortes, em que, nas palavras do ilustre civilista, o desfrute da coisa comum só é permitido enquanto não invadir a área de interesse dos demais, em verdadeira aplicação da teoria da subsistência ou da propriedade integral.<sup>6</sup>

Deve-se ressaltar, contudo, que parte da doutrina defende a aplicação da teoria das propriedades plúrimas parciais, a qual estabelece que cada condômino é apenas dono de uma cota, denotando, assim, a existência de outras propriedades parciais.

---

<sup>6</sup> Na lição de Carlos Maximiliano: “Condomínio é uma relação de igualdades que se limitam reciprocamente, uma situação de equilíbrio que torna possível a coexistência de direitos iguais sobre a mesma coisa, limitando em cada um o poder de gozo e de disposição da mesma, tanto quanto é exigido por igual direito dos outros” [Scialoja *apud* Maximiliano (1961, p. 7)].

No entanto, como bem destacado pelo professor Washington de Barros,<sup>7</sup> a opção do ordenamento jurídico pátrio foi pela teoria da subsistência, o que também é confirmado pela jurisprudência.<sup>8</sup>

Superada essa fase conceitual dos direitos reais, especialmente das definições de contorno do domínio e suas implicações, é importante observar os direitos e deveres típicos dos condôminos e, em seguida, compará-los com a realidade dos quotistas de um fundo de investimentos.

De acordo com a doutrina, são direitos dos condôminos: usar, gravar, reivindicar e alienar a coisa comum, além da possibilidade de promover a qualquer tempo a divisão e de exercer o direito de preferência no momento da alienação do quinhão de seu consorte.

Portanto, todo condômino pode usar livremente a coisa, conforme o seu destino, bem como, nas palavras de Silvio Rodrigues, sobre ela exercer os direitos compatíveis com a indivisão, o que implica dizer que é vedado ao condômino, sem o consentimento dos demais consortes, alterar a substância das coisas ou a maneira como ela é tradicionalmente explorada.<sup>9</sup>

Nesse ponto, já reside um problema em classificar indistintamente os fundos de investimento como se fossem um condomínio civil, na medida em que, diferentemente do previsto no regramento civil para

<sup>7</sup> Nos termos do que preconiza Washington de Barros: “O Código Civil brasileiro, tomando partido entre correntes tão diversas e tão embaraçosas, aceitou a teoria da subsistência, em cada condômino, da propriedade sobre toda a coisa, delimitada naturalmente pelos iguais direitos dos demais consortes; entre todos se distribuía utilidade econômica da coisa; o direito de cada condômino, em face de terceiros, abrange a totalidade dos poderes imanescentes ao direito de propriedade; mas entre os próprios condôminos, o direito de cada um é autolimitado pelo de outro, na medida de suas quotas, para que possível se torne sua coexistência. A parte ideal não representa uma entidade objetiva. Consoante lição de Bonfante, ela é apenas um critério aferido, uma chave para exprimir, num valor econômico, o direito de cada consorte perante os demais, possibilitando-lhe assim plena disponibilidade, durante o estado de indivisão” [Monteiro *apud* Melo (2007, p. 217)].

<sup>8</sup> Exemplo disso é a Apelação 102.446 – TJ – SP, Relator Des. Souza Lima, AC. 29.12.1961, *in* RT, 332/170.

<sup>9</sup> Código Civil, art. 1.314. Cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la. *Parágrafo único. Nenhum dos condôminos pode alterar a destinação da coisa comum, nem dar posse, uso ou gozo dela a estranhos, sem o consenso dos outros.* (grifo nosso)

os condomínios, alguns fundos podem ser objeto de transformação sem necessidade de aprovação unânime de todos os quotistas.

Ou seja, por força dos normativos regulamentares da CVM, alguns fundos podem ser transformados em outro tipo de fundo, de objeto e natureza distinta do veículo de investimentos original, sem a aquiescência de todos os quotistas.

Exemplo disso é a possibilidade de transformação de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, condomínio fechado, e fundos mútuos de investimento em empresas emergentes em FIPs ou Fundos de Investimento em quotas de FIPs, bastando para tanto a aprovação em assembleia por *quorum* qualificado previsto em regulamento, não necessariamente correspondente à unanimidade.<sup>10</sup>

Isso, por certo, vai de encontro à sistemática dos condomínios civis, como pode se depreender da leitura atenta do Código Civil<sup>11</sup> e das lições do professor Bezerra de Melo (2007), *in verbis*:

Na relação interna do condômino com os outros consortes, deve ser respeitada a destinação natural da coisa, de sorte que se o bem indivisível pertencer a uma pluralidade de sujeitos e houver a exploração de determinada cultura ou a utilização do prédio para o funcionamento de uma escola, *para que estas destinações sejam modificadas, há a necessidade da aprovação de todos os outros condôminos, independentemente de sua fração ideal* (p. 218). (grifo nosso)

---

<sup>10</sup> Art. 39 da Instrução CVM 391. Os administradores de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, condomínio fechado, e fundos mútuos de investimento em empresas emergentes poderão convocar assembleias gerais dos fundos sob sua administração com a finalidade de promover sua transformação em Fundos de Investimento em Participações ou Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações. Parágrafo único. A aprovação da transformação referida no caput se dará mediante o quorum qualificado estabelecido pelo regulamento, devendo imediatamente ser comunicada à CVM. (grifo nosso) Art. 104 da Instrução CVM 409. Mediante a autorização prévia da CVM: I – o fundo aberto pode ser transformado em fundo fechado; e II – o clube de investimento pode ser transformado em fundo, aberto ou fechado.

<sup>11</sup> Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

De acordo com a Lei Substantiva Civil, pode o condômino reivindicar de terceiro a coisa comum, de modo que, por exemplo, se um empreendimento imobiliário constante do patrimônio de um fundo imobiliário fosse turbado ou esbulhado, deveria poder o quotista utilizar-se da ação real com base no direito de sequela para proteger esse patrimônio.

No entanto, de acordo com a Instrução CVM 472,<sup>12</sup> não pode o quotista exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo, o que colide frontalmente com as disposições inerentes ao condomínio civil.

Outro direito importante dos condôminos é o de alhear a sua parte, o qual, em se tratando de coisa indivisa tida em condomínio, só será efetivo após a oferta, em igualdade de condições, aos demais consortes para exercício do direito de preferência ou, caso não observado o direito de preferência no momento da alienação, após o decurso do prazo de 180 dias sem oposição dos demais condôminos<sup>13</sup>.

Aqui também reside outro problema em considerar os fundos como condomínios pela ótica civil, uma vez que, no tocante aos fundos abertos, a quota não pode ser objeto de cessão ou transferência, salvo por decisão judicial, execução de garantia ou sucessão universal, e, com relação aos fundos fechados, em que o resgate não é possível, as instruções da CVM<sup>14</sup> não estabelecem a necessidade de observância do direito de preferência na alienação de quotas.

---

<sup>12</sup> Art. 8º. O titular de cotas do FII: *I – não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo.* (grifo nosso)

<sup>13</sup> Código Civil, art. 504. Não pode um condômino em coisa indivisível vender a sua parte a estranhos, se outro consorte a quiser, tanto por tanto. O condômino, a quem não se der conhecimento da venda, poderá, depositando o preço, haver para si a parte vendida a estranhos, se o requerer no prazo de cento e oitenta dias, sob pena de decadência.

<sup>14</sup> Instrução CVM 409, art. 12 (...) § 1º. A cota de fundo fechado pode ser transferida, mediante termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou através de bolsa de valores ou entidade de balcão organizado em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação. § 2º A transferência de titularidade das cotas de fundo fechado fica condicionada à verificação pelo administrador do atendimento das formalidades estabelecidas no regulamento e na presente Instrução.

Há, ainda, o direito dos condôminos, consubstanciado no art. 1.320 do Código Civil, de exigir, a qualquer tempo, a divisão da coisa comum, acarretando a extinção do condomínio, o que não se coaduna com a sistemática dos fundos, especialmente os fechados, que não permitem o resgate de quotas, a não ser pelo término do prazo de duração ou liquidação do fundo.

O direito do condômino de exigir a divisão da coisa comum é potestativo, ficando os demais adstritos ao seu exercício, o que não se verifica nos fundos, dado que a sua liquidação se dá nas hipóteses previstas em regulamento e por deliberação em assembleia com *quorum* qualificado.<sup>15</sup> Mas, nesse caso, contudo, a situação de alguns fundos pode ser considerada, guardada as devidas proporções, análoga à da comunhão de bens, universal ou parcial, que, embora voluntária, na medida em que a escolha do regime matrimonial é livre por parte dos nubentes, não está adstrita às regras da comunhão espontânea no tocante à extinção, isto é, trata-se de uma comunhão que só se extingue com a sua dissolução.<sup>16</sup>

Poderiam, ainda, algumas pessoas suscitar a tese de que o direito de qualquer condômino de exigir a extinção do condomínio, a qualquer tempo, também pode estar prejudicado na sistemática do Código Civil, como ocorre com alguns fundos, na medida em que o ordenamento jurídico pátrio autoriza a fixação de um termo para o condomínio, atribuindo-lhe um caráter de temporariedade.

<sup>15</sup> Instrução CVM 391 art. 6º. O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deverá dispor sobre: (...) XX – hipóteses de liquidação do fundo; art. 15. Competirá privativamente à assembleia geral de cotistas: (...) IV – deliberar sobre a fusão, incorporação, cisão ou eventual liquidação do fundo; (...) § 2º. As deliberações de assembleia geral de cotistas devem ser adotadas por votos que representem a maioria dos presentes, ressalvadas aquelas referidas nos incisos II, III, IV, VI, VII, VIII e IX deste artigo, e no inciso V desse mesmo artigo, caso não haja previsão para a emissão de novas cotas, que somente podem ser adotadas por maioria qualificada previamente estabelecida no regulamento do fundo.

<sup>16</sup> A respeito do condomínio existente entre os cônjuges, que somente se extingue com a dissolução da sociedade conjugal, vale trazer à baila pronunciamento do mestre baiano Orlando Gomes: “A comunhão de bens, universal ou parcial, entre os cônjuges resulta de sua vontade na escolha do regime matrimonial. Mas, embora voluntária, em razão dessa faculdade de opção, não está sujeita às regras da comunhão espontânea no que tange à extinção. Sendo imutável, entre nós, o regime de bens no casamento, só se extingue com a dissolução da sociedade conjugal” [Gomes (2002, p. 212)].

Ou seja, a Lei Substantiva Civil já prevê a possibilidade de que os condôminos não possam exigir a divisão da coisa comum enquanto não advir o transcurso do lapso temporal fixado como termo final do condomínio. Difere essa hipótese, todavia, da situação dos fundos,<sup>17</sup> uma vez que estes podem ter prazo de duração superior ao quinquenal previsto como limite no Código Civil<sup>18</sup> ou mesmo ter prazo indeterminado,<sup>19</sup> o que inviabilizaria essa tese.

O Código Civil, diferentemente das instruções normativas da CVM, não autoriza a fixação de um prazo superior a cinco anos para a temporariedade do condomínio e, como bem ressaltado por Bezerra de Melo, em sua primorosa obra acerca do direito das coisas, “é absolutamente ineficaz a manifestação de vontade no sentido de permanecer o imóvel indiviso por mais de cinco anos” [Melo (2007, p. 224)].

Verifica-se, assim, que a sistemática consubstanciada na Lei Substantiva Civil, consagrando o dogma de que é “impossível um harmonioso funcionamento da comunhão” [Rodrigues (2007, p. 196)], é no sentido de que a indeterminação do prazo do condomínio é vedada, ou seja, é na linha de que a indefinição do tempo de carência em que um condômino não poderá exigir de forma potestativa a extinção da comunhão não pode prosperar, uma vez que o condomínio é uma forma anômala de propriedade, sempre pronta a se resolver.

---

<sup>17</sup> Há décadas, o grande mestre Oscar Barreto Filho já alertava para essa incongruência, afirmando que “(...) a própria precariedade do estado de comunhão não condiz com o vulto e a finalidade de uma empresa financeira, cujo objetivo é a colocação de capitais a longo prazo” [Barreto Filho (1956)].

<sup>18</sup> Instrução CVM 209, art. 2º. O Fundo terá prazo máximo de duração de 10 (dez) anos, contados a partir da data da autorização para funcionamento pela Comissão de Valores Mobiliários; Instrução CVM 391, art. 6º. O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deverá dispor sobre: (...) XIV – prazo de duração do fundo e condições para eventuais prorrogações.

<sup>19</sup> Instrução CVM 409, art. 41. O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor sobre: (...) V – prazo de duração, se determinado ou indeterminado; Instrução CVM 472, art. 2º § 1º. O fundo será constituído sob a forma de condomínio fechado e poderá ter prazo de duração indeterminado.

Nesse sentido,<sup>20</sup> já se pronunciou, com extrema propriedade, o mestre Bezerra de Melo (2007), *in verbis*:

Novidade trazida pelo Código encontra-se no parágrafo terceiro, *reforçando ainda mais a temporariedade do condomínio*. Tal dispositivo legal estabelece que qualquer interessado poderá requerer a divisão da coisa comum antes do prazo quinquenal pactuado se graves razões o aconselharem, como seria o caso de sucessivos atos violentos provenientes da compropriedade ou quando a indivisão funcionar como um entrave à exploração do imóvel em toda a sua potencialidade (p. 224). (grifo nosso)

As regras da Lei Substantiva Civil autorizam o condômino, também, a eximir-se do pagamento das despesas e dívidas, renunciando à parte ideal, sendo certo que essa faculdade não é conferida aos quotistas. Pelo contrário, a regulamentação de FIPs, por exemplo, determina a necessidade de que se preveja a obrigação do investidor de integralizar recursos quando ocorrerem chamadas de capital,<sup>21</sup> mesmo quando tiverem como propósito exclusivo o pagamento de despesas do fundo, não sendo facultado, portanto, ao quotista entregar suas quotas para liberar-se do pagamento de despesas.

---

<sup>20</sup> Nessa mesma linha, também por seu conteúdo elucidativo, merece ser transcrito ensinamento de Silvio Rodrigues: “O condomínio, entretanto, foi sempre visto como forma anormal de propriedade, na iminência de se resolver. Apresenta-se, ao ver dos escritores antigos e modernos, nacionais e estrangeiros, como fonte de demandas e nicho de brigas, situação anômala, cuja existência não se pode negar, mas que fora melhor não existisse. Esse preconceito contra o condomínio, legado de séculos de tradição, funda-se na justificável repugnância da inteligência individualista pela admissão de um sistema de admissão plural de propriedade, já na convicção de ser impossível um harmonioso funcionamento da comunhão. Por essa razão, decerto, é que o ordenamento jurídico faculta a qualquer dos condôminos, a todo momento, pôr termo à indivisão, determinando, no art. 1.320 do Código Civil, que a todo tempo será lícito ao condômino exigir a divisão da coisa comum” [Rodrigues (2007, p. 196)].

<sup>21</sup> Instrução CVM 391, art. 22, § 2º. Do instrumento de compromisso de investimento deverá constar que, no decorrer da vigência do fundo, haverá chamadas de capital às quais o investidor estará obrigado, de acordo com regras constantes do referido instrumento e sob as penas nele expressamente previstas.



Ricardo Freitas (2006) critica, ainda, a classificação dos fundos como uma espécie de condomínio civil, como pretende a maioria da doutrina, pelo fato de que, em uma comunhão, pelas regras do Código Civil,<sup>22</sup> o condômino que provar que contraiu uma dívida que se reverteu em proveito do condomínio poderá cobrar dos demais condôminos a parte de cada um na proporção de seus respectivos quinhões, ao passo que em um fundo isso não seria possível, na medida em que a pessoa que tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração da carteira do fundo é o seu administrador ou, por delegação deste, o seu gestor, estando os quotistas alijados de quaisquer poderes para tanto.<sup>23</sup>

Apesar de, como demonstrado acima, várias regras aplicáveis aos condomínios não encontrarem correspondência na realidade dos fundos, não nos parece ter razão o ilustre autor no tocante a essa crítica especificamente, na medida em que, diferentemente da tese por ele sustentada, o Código Civil, nos termos do art. 1.318, não autoriza que qualquer condômino contraia dívidas em nome da comunhão, mas sim que possa, em ação regressiva, cobrar dívida assumida por ele pessoalmente em benefício de todos.

Ou seja, em todo condomínio não é permitido que os consortes assumam despesas em nome da comunhão, estando este preceito assente na doutrina, como se verifica na lição de Bezerra de Melo (2007):

Vale lembrar que o estado de comunhão não concede a nenhum dos consortes o direito de se considerar mandatário dos demais. Por este ângulo de visada, *importa reconhecer que a dívida contraída por um dos condôminos não pode responsabilizar os demais, dentro da ideia de que o contrato somente produz efeitos entre as partes contratantes*

<sup>22</sup> Código Civil, art. 1.318. As dívidas contraídas por um dos condôminos em proveito da comunhão, e durante ela, obrigam o contratante; mas terá este ação regressiva contra os demais.

<sup>23</sup> De acordo com o entendimento de Ricardo Freitas: “*Em nenhuma das espécies de fundos reguladas pelo direito brasileiro existe a possibilidade de um dos condôminos contrair dívidas em nome da comunhão. A única pessoa autorizada a praticar tal ato seria o administrador do fundo, ou, por delegação de poderes deste, o gestor. Estes, ainda assim, estão sujeitos à forte restrição quanto à celebração de determinados atos jurídicos, em nome do fundo, que possam implicar contratação de dívidas*” [Freitas (2006, p. 168)]. (grifo nosso)

*(princípio da relatividade), consoante o prescrito no artigo 1.318 do Código Civil. Entretanto, se o condômino conseguir provar que a dívida contraída reverteu em proveito da comunhão, poderá cobrar dos outros condôminos a parte de cada um na proporção da respectiva fração ideal. Nessa hipótese, a situação se aproximará da figura da gestão de negócios (art. 869, CCB), e o condômino que antecipou o valor das despesas da obrigação poderá exercer ação regressiva em face dos demais condôminos (p. 221). (grifo nosso)*

Além disso, não parece ser incoerente a possibilidade prevista no art. 1.318 do Código Civil com o *modus operandi* de um fundo de investimento, que tem no administrador a sua figura central, em conjunto com o seu gestor.

Sustenta o ilustre Ricardo Freitas (2006) que, em virtude de o art. 56 da Instrução CVM 409 conferir poderes ao administrador para praticar todos os atos necessários à administração da carteira do fundo,<sup>24</sup> não poderia nenhum quotista contrair dívidas e cobrá-las regressivamente dos demais quotistas. Afirmo o autor que a assunção de dívidas em nome do fundo seria uma atribuição exclusiva do seu administrador, o que, a nosso ver, não colide com o preceito previsto no art. 1.318 do referido diploma legal.

Como dito acima, a Lei Substantiva Civil não autoriza, em qualquer condomínio, que os consortes assumam dívidas em nome da comunhão, não diferindo, portanto, da sistemática de um fundo de investimento, em que essa atribuição compete, com ressalvas,<sup>25</sup> ao seu administrador. Convém ressaltar, ainda, que não só um fundo de investimento, mas qualquer condomínio pode ter um administrador, o qual terá a condição de procurador comum de todos e responderá

<sup>24</sup> O art. 7º da Instrução CVM 209 também concede, tendo em vista o objetivo dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, poderes para o administrador praticar os atos necessários para o bom desenvolvimento do fundo, nos seguintes termos: art. 7º O administrador terá poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do Fundo, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em assembleias gerais e especiais.

<sup>25</sup> Instrução CVM 409, art. 64. É vedado ao administrador praticar os seguintes atos em nome do fundo: (...) II – contrair ou efetuar empréstimos, salvo em modalidade autorizada pela CVM; (...).

pela gestão da coisa tida em condomínio, como nos ensina, com sua peculiar lucidez, o professor Orlando Gomes (2002).

Deliberado que a coisa comum seja administrada, *os condôminos escolherão o administrador, que terá a condição de procurador comum*. Não é necessário que a escolha recaia num dos condôminos. (...) Ao administrador incumbe partilhar os frutos da coisa comum na proporção dos quinhões. *Evidentemente, responde pela gestão* (p. 219-220). (grifo nosso)

Depreende-se, então, que em qualquer condomínio que tenha um administrador, a este competirá os atos ordinários de sua gestão e, eventualmente, os extraordinários, de acordo com a delimitação de seus poderes e deveres. Isso não difere em quase nada da realidade dos fundos, a não ser pelo fato de que essa fixação dos poderes e deveres é feita de antemão, por força normativa.

Assim, não há motivo para entender que o art. 1.318 do Código Civil não se aplique aos fundos, assim como é perfeitamente aplicável aos condomínios que têm um administrador nomeado.

Portanto, pode-se afirmar que, considerando um fundo como um condomínio, pode determinado quotista assumir pessoalmente uma dívida que aproveite a todos os demais e, por isso, valer-se do seu direito de regresso previsto no art. 1.318 da Lei 10.406/02. Evidentemente, como preleciona Bezerra de Melo, essa dívida precisa ter um caráter de necessariedade, cuja assunção tinha de ocorrer para preservação de um direito do fundo e desde que, dado o caráter da urgência e da necessariedade, não fosse possível esperar a intervenção do administrador.

Insta acentuar que *a obrigação assumida pelo condômino isoladamente deve revestir-se da característica da necessariedade* ou da utilidade, não podendo ser imputada aos demais condôminos a realização, por exemplo, de uma benfeitoria voluptuária não autorizada (art. 96, parágrafo 1º, CCB) [Melo (2007, p. 221)]. (grifo nosso)

## Teoria da comunidade de bens não condominial

Segundo Fernando Gaggini (2001), essa corrente doutrinária defende que os fundos de investimento, assim como a herança, apresentam-se como uma universalidade de direito, distinta da copropriedade. Assim, cumpre informar que a universalidade de direito<sup>26</sup> nada mais é do que uma das modalidades dos bens coletivos, consoante a doutrina de Cristiano de Farias e Nelson Rosenvald (2007).

Os bens coletivos são subdivididos em: a) universalidades de fato (*universitas facti*), referindo-se ao conjunto de bens singulares, corpóreos e homogêneos, ligados pela vontade humana para a consecução de um fim, exemplificando-se com uma biblioteca ou uma galeria de quadros. Não há de se confundir com as coisas singulares compostas, em razão da autonomia das coisas que formam a universalidade de fato; b) universalidades de direito (*universitas juris*), relativamente aos bens singulares corpóreos ou incorpóreos, aos quais a norma jurídica dá unidade. É o caso do patrimônio, da herança e da massa falida [Farias e Rosenvald (p. 360)].

Ou seja, a universalidade de direito, segundo a doutrina, é composta de um complexo de bens cuja finalidade é determinada por lei, um complexo de relações jurídicas, em verdadeira oposição à universalidade de fato, que é um complexo de bens cuja finalidade é determinada pela vontade de uma pessoa natural ou jurídica.

Por essa corrente, a natureza jurídica de um fundo de investimento é de comunhão e não de copropriedade, de modo que é importante ter em mente que aquela é o gênero do qual o condomínio é a espécie, o que é confirmado pela doutrina de Orlando Gomes (2002).

A situação jurídica de concorrência de direitos iguais na mesma coisa toma o nome genérico de comunhão. Particulariza-se sob a denominação

---

<sup>26</sup> Art. 91. Constitui universalidade de direito o complexo de relações jurídicas, de uma pessoa, dotadas de valor econômico.

de condomínio quando a coisa indivisa tem vários proprietários, simultânea e concorrentemente (p. 212).

A classificação dos fundos com base nessa teoria goza de prestígio em doutrinas estrangeiras como a de Portugal, o que se depreende da leitura dos ensinamentos de Maria João Vaz Tomé:

Pode-se dizer, em jeito de conclusão, que os fundos comuns de investimento pertencem em comunhão, que não necessariamente em compropriedade, aos participantes. Na verdade, a comunhão é o gênero e a compropriedade a espécie. Se toda a compropriedade é comunhão, nem toda comunhão é compropriedade. Nos fundos, estará em causa uma forma de propriedade colectiva diversa da compropriedade caracterizada pelo estatuto específico para si previsto em lei especial (DL. n. 276/94) e, nos limites por esta estabelecido, no regulamento de gestão [Tomé *apud* Freitas (2006, p. 185)].

Trata-se, assim, de uma teoria que poderia afastar muitas das críticas acima apontadas para a determinação da natureza jurídica dos fundos como uma espécie de condomínio. No entanto, é preciso ter em mente o fato, também já destacado no presente estudo, de que o legislador “desde 1959 vem se referindo incessantemente a esses fundos com a designação de condomínios” [Alonso *apud* Freitas (2006, p. 175)] e de que outras formas de comunhão no direito brasileiro são reguladas pelas regras do condomínio,<sup>27</sup> como é o caso da herança,<sup>28</sup> o que, se for aplicável aos fundos, torna a classificação defendida por essa corrente inócua ou meramente teórica.

Assim, para que essa teoria seja efetiva, é preciso, em primeiro lugar, abstrair a determinação do regulador, entendendo, diferentemente

<sup>27</sup> O Código Civil de Portugal, por sua vez, assegura a aplicação subsidiária das regras de condomínio para todos os tipos de comunhão.

<sup>28</sup> Código Civil, art. 1.791. A herança defere-se como um todo unitário, ainda que vários sejam os herdeiros. Parágrafo único. Até a partilha, o *direito dos co-herdeiros*, quanto à propriedade e posse da herança, será indivisível, e *regular-se-á pelas normas relativas ao condomínio*. (grifo nosso)

do proclamado por Félix Alonso,<sup>29</sup> que o legislador erra, gerando impropriedades. Tem-se, portanto, que considerar com estima a tese de que compete à doutrina e não ao ente legislferante classificar determinado instituto.

Em segundo lugar, apesar de o ordenamento jurídico pátrio não trazer, diferentemente do de Portugal, uma regra geral de subsidiariedade de aplicação dos preceitos do condomínio, teria que ficar evidenciado que os fundos seriam uma espécie de comunhão tratada exclusivamente por regras próprias, demandando do ente regulador a árdua tarefa de produção de normas suficientemente completas para os diferentes tipos de fundos, sob pena de eles, em determinada situação de lacuna regulamentar, serem inviabilizados, no exercício de integração, pela aplicação analógica de determinado dispositivo legal que trata dos condomínios.

## Teoria da propriedade fiduciária

Pelas palavras de Ricardo Freitas, “essa teoria sustenta pertencer a propriedade fiduciária do fundo a quem exercer seu papel de administrador, pois este está investido dos poderes que corresponderiam ao titular do direito de domínio” [Freitas (2006, p. 190)], de modo que “a relação entre o administrador e os cotistas estaria representada pela figura do mandato, não existindo, para estes últimos, qualquer direito real sobre o fundo” [Freitas (2006, p. 190)]. Assevera o autor, ainda, que tal teoria é amplamente aceita pela doutrina italiana, tendo em Fragali o seu principal defensor.<sup>30</sup>

Para compreender, todavia, essa teoria e suas repercussões pela ótica do direito brasileiro, é imprescindível, preliminarmente, que

<sup>29</sup> Segundo Félix Ruiz Alonso, “não se poderia cogitar que o legislador errasse, e menos ainda, que a lei habitualmente estivesse eivada de impropriedades” [Alonso *apud* Freitas (2006, p. 175)].

<sup>30</sup> Nos dizeres de Ricardo Freitas: “Fragali pondera que, com respeito à lei italiana, se todos os poderes dominiais são concentrados na esfera do administrador, a propriedade dos bens dos fundos não pode pertencer senão a ele mesmo, que teria poderes efetivos mas fiduciários, segundo a destinação constante do *pactum fiduciae*” [Freitas (2006, p. 191)].

sejam traçadas algumas considerações acerca da propriedade resolúvel, tratada no art. 1.359,<sup>31</sup> e seguintes do Código Civil.

Como já destacado anteriormente, a propriedade é um direito de duração ilimitado, não comportando, em regra, conforme a lição de Orlando Gomes, condição resolutiva ou termo final, o que permite dizer que se trata de um direito irrevogável. Aduz, contudo, o mestre baiano que o princípio da irrevogabilidade comporta exceções [Gomes (2002, p. 235)], pois há situações em que a propriedade se torna temporária.

Abre-se, assim, a possibilidade da propriedade resolúvel, que, nos termos do dispositivo legal em tela, estará presente quando a propriedade for temporária por força de uma condição ou de um termo. Dessa forma, entende o ilustre jurista Lafayette Rodrigues Pereira, *in verbis*:

(...) propriedade resolúvel é uma espécie de domínio que por virtude de sua constituição é revogável ou resolúvel, fenômeno este que ocorre quando a causa da aquisição do domínio encerra em si um princípio ou condição resolutiva do mesmo domínio, expressa ou tácita [Pereira *apud* Melo (2007, p. 274)].

Pode-se depreender, então, dessas conceituações, e também com a ajuda das lições de Melo (2007, p. 274), que, quando se tratar de propriedade resolúvel, da qual a propriedade fiduciária é uma das espécies,<sup>32</sup> o implemento da condição ou advento do termo fará uma pessoa ver o seu direito perecer, enquanto outra o adquirirá. Contudo,

<sup>31</sup> Código Civil, art. 1.359. Resolvida a propriedade pelo implemento da condição ou pelo advento do termo, entendem-se também resolvidos os direitos reais concedidos na sua pendência, e o proprietário, em cujo favor se opera a resolução, pode reivindicar a coisa do poder de quem a possuía ou detinha.

<sup>32</sup> De acordo com os ensinamentos do professor Marco Aurélio Bezerra de Melo, a propriedade resolúvel pode ser constituída no ordenamento jurídico pátrio nos seguintes modelos: a) compra e venda com reserva de domínio (artigo 521 CCB); b) em caso de alienação com cláusula de retrovenda (artigo 507 CCB); c) doação com cláusula de reversão em caso de morte anterior do donatário (artigo 547 CCB); d) propriedade fiduciária (artigo 1.361 CCB); fideicomisso (artigo 1.951 CCB); e e) no regime da superfície, em que a propriedade do superficiário é resolúvel em relação ao fundeiro ou concedente (artigo 1.369, CCB) [Melo (2007, p. 276)].

deve ficar evidenciado que, mesmo em se tratando de propriedade resolúvel, o titular do domínio, enquanto não sobrevier a condição ou o termo, terá os poderes inerentes à propriedade, quais sejam, o *jus utendi*, o *jus fruendi*, o *jus abutendi* e o poder de reaver o bem de quem injustamente o detenha.<sup>33</sup>

É preciso destacar, ainda, que a resolução da propriedade, como não poderia deixar de ser, gera efeitos na ordem jurídica. O principal deles é o de se operar retroativamente, de modo que, nas palavras do mestre Orlando Gomes, “aquele em favor de quem se opera a resolução, seja o alienante, seja terceiro, investe-se no direito de propriedade, como se o objeto da propriedade não houvesse pertencido temporariamente ao proprietário resolúvel” [Gomes (2002, p. 238)].

Como a resolução da propriedade produz efeitos retroativos (*ex tunc*), é indubitável, ainda, que todos os direitos constituídos pelo proprietário na pendência da condição ou do termo resolutivo são, conforme a lição de Bezerra de Melo, “destruídos pelo implemento da condição ou pelo advento do termo” [Melo (2007, p. 277)].

No tocante a essa matéria, assim se pronunciou o professor Miguel de Serpa Lopes:

(...) Outro corolário da condição resolutiva é que, a partir do momento do evento, a passagem para o novo proprietário produz de imediato o rompimento de toda situação jurídica criada *medio tempore*. Assim, se o ex-proprietário houver gravado ou constituído qualquer direito onerativo da coisa, ou se mesmo ele a houver alienado, todas essas situações jurídicas se rompem imediatamente como se nunca tivessem sido constituídas pelo ex-proprietário [Lopes *apud* Melo (2007, p. 277)].

---

<sup>33</sup> Nos termos da lição de Marco Aurélio Bezerra de Melo: “Enquanto a condição ou o termo não acontece, o proprietário resolúvel concentra todos os poderes inerentes ao domínio, podendo, inclusive, vender ou dar em garantia, na forma do que prescreve o artigo 127 do Código Civil: Se for resolutiva a condição, enquanto esta se não realizar, vigorará o negócio jurídico, podendo exercer-se desde a conclusão deste o direito por ele estabelecido” [Melo (2007, p. 275)]. (grifo nosso)



Visto isso, é possível afirmar não ser apropriado considerar um fundo de investimento uma propriedade fiduciária, na medida em que os poderes do administrador são limitados, não lhe sendo autorizado, por exemplo, em alguns tipos de fundos, dar os seus ativos em garantia,<sup>34</sup> salvo se autorizado pelos quotistas em assembleia geral e com a anuência da CVM,<sup>35</sup> o que difere da situação de um proprietário resolúvel, que, como salientado acima, terá todos os poderes inerentes à propriedade enquanto não sobrevier a condição ou o termo que porá fim ao seu domínio.

Ainda, considerando-se que os fundos, por essência, têm atividade negocial, poderia tal atuação ficar inviabilizada pela insegurança jurídica em potencial para as contrapartes de negócios firmados pelos fundos. Imagine-se, por exemplo, a alienação de determinadas ações de titularidade de um FIP para um investidor estratégico, o qual comprou a participação do fundo no capital da companhia para expandir o seu canal de vendas ou para ampliar o seu setor de pesquisa e desenvolvimento.

Por certo, com base nas lições de Silvio Rodrigues,<sup>36</sup> é possível afirmar que tal investidor, caso soubesse que a propriedade do fundo seria apenas fiduciária, não celebraria o referido negócio, uma vez que o advento do termo final do FIP teria o condão de resolvê-lo, ou, no máximo, o firmaria em condições muito menos atrativas para o fundo, isto é, com um desconto relevante sobre o real valor das ações.

Outro exemplo comum na realidade de alguns fundos, e que ficaria prejudicado se eles fossem classificados como propriedade fiduciária, é o de uma companhia controlada por um FIP que pretende implantar

---

<sup>34</sup> Instrução CVM 209, art. 38. É vedado ao administrador, em nome do Fundo: (...) III – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma; Instrução CVM 391, art. 35. É vedado ao administrador, direta ou indiretamente, em nome do fundo: (...) III – prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma ; (...).

<sup>35</sup> Processo CVM Rj 2011/3536 reg. nº 7744/11.

<sup>36</sup> Na linha do pensamento de Silvio Rodrigues: “Portanto, o adquirente de algum bem, sobre o qual pende condição ou termo resolutivo, não pode alegar prejuízo, advindo da subsequente resolução. Pois ou o prejuízo decorreu de sua própria negligência, ou, então, assumiu espontaneamente o risco da resolução. *Aliás, não raro esta última hipótese é que ocorre, já que o comprador enfrenta o risco, adquirindo, desse modo, a preço mais conveniente, o domínio resolúvel*” [Rodrigues (2007, p. 238)].

determinado projeto, tendo como *funding* (fonte dos recursos) empréstimo bancário garantido por ações representativas do seu controle.

Nesse caso, no mínimo, o chamado *spread* bancário seria maior, na medida em que, dada uma estrutura de garantias que pode se perder com o término do prazo de duração do fundo, o risco de crédito da companhia tenderia a ser considerado maior pelas instituições financeiras. Bezerra de Melo (2007), por sinal, não recomenda a qualquer credor aceitar em garantia real um bem objeto de propriedade resolúvel, como se depreende da seguinte passagem de seu excelente livro acerca do direito das coisas:

Outro exemplo elucidativo é a previsão de extinção de hipoteca pela resolução do domínio (art. 1.499, III, CCB) como, por exemplo, na situação em que o fiduciário tenha dado um imóvel de sua propriedade resolúvel em hipoteca para alguém. Resolvido o domínio em favor do fideicomissário (art. 1.951, CCB), resolvida estará a hipoteca constituída, *donde concluir-se não ser conveniente ao credor, salvo exceções relativas ao caso concreto, aceitar em garantia real propriedade resolúvel* (p. 278) (grifo nosso).

Portanto, a teoria ora em comento não pode prosperar na definição da natureza jurídica dos fundos de investimento, especialmente em virtude dos três corolários apresentados por Lafayette Rodrigues Pereira [Pereira *apud* Melo (2007, p. 278)] no caso de resolução de propriedade, quais sejam: (a) aquele em favor de quem se opera a resolução do domínio é considerado como se nunca o tivesse alienado de si; (b) revogado o domínio, entendem-se *ipso facto* revogados os direitos reais concedidos ao tempo em que pendia a condição resolutiva; e (c) o proprietário em favor de quem se resolve o domínio pode reivindicar a coisa de quem quer que a detenha.

## Teoria da propriedade em mão comum

A teoria em epígrafe surgiu para enfrentar as críticas (algumas pertinentes e outras não) à corrente que pretende classificar os fundos de investimento como um condomínio.

A propriedade em mão comum, consoante a doutrina de Orlando Gomes, nada mais é do que a concepção germânica da comunhão, a qual, de forma diametralmente oposta ao conceito de condomínio, considera que existe uma vinculação recíproca entre todos os participantes da relação jurídica em que ocorre a comunhão. Trata-se, assim, de uma comunhão *pro indiviso*, “priorizando a comunidade, mais do que o indivíduo” [Freitas (2006, p. 187)].

O direito alemão conhece a figura da propriedade de mão comum, cuja construção jurídica é distinta, senão oposta à do condomínio. Ao contrário do que se verifica na compropriedade, há uma vinculação recíproca entre todos que participam da relação jurídica, de modo que cada qual não tem direito sobre uma parte da coisa, ainda que ideal, mas, sim, sobre o todo. Em consequência, nenhum pode dispor de parte da coisa, nem exigir a sua divisão. Na administração do bem comum, a prática dos atos está sujeita ao consentimento unânime, não vigorando, pois, o princípio da maioria, que é próprio do condomínio [Gomes (2002, p. 213)].

Com base nas considerações de Orlando Gomes, acima destacadas, é possível desqualificar qualquer pretensão de considerar a natureza jurídica dos fundos como de propriedade em mão comum, na medida em que a comunhão germânica não aceita a noção de fração ideal, representada nos referidos veículos de investimento pela quota, tampouco admite o princípio da maioria nas suas deliberações, postulado tão caro aos fundos de investimento.<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> Instrução CVM 409, art. 52. As deliberações da assembleia geral serão tomadas por maioria de votos, cabendo a cada cota 1 (um) voto; Instrução CVM 209, art. 14. Na Assembleia Geral, que poderá ser instalada com qualquer número, as deliberações serão tomadas pelo critério da maioria de quotas dos presentes, correspondendo a cada quota um voto, ressalvado o disposto no § 3º do art. 15; Instrução CVM 391, art. 15. Competirá privativamente à assembleia geral de cotistas: (...) § 2º As deliberações de assembleia geral de cotistas devem ser adotadas por votos que representem a maioria dos presentes, ressalvadas aquelas referidas nos incisos II, III, IV, VI, VII, VIII e IX deste artigo, e no inciso V desse mesmo artigo, caso não haja previsão para a emissão de novas cotas, que somente podem ser adotadas por maioria qualificada previamente estabelecida no regulamento do fundo.

Portanto, apesar de endereçar de forma satisfatória algumas censuras sofridas pela teoria condominial, a corrente da propriedade em mão comum abre frente para outras críticas também indelévels. Assim, de nada adianta essa teoria resolver, por exemplo, a questão, ínsita aos condomínios, da divisão da coisa comum a qualquer tempo, vedando-a, se por outro lado cria outros problemas, como o de não possibilitar a existência de direito sobre uma parte ideal da coisa. Nesse sentido, assim se exprime Ricardo Freitas (2006), *in verbis*:

Os elementos que caracterizam a figura da propriedade em mão comum são, não só a prevalência absoluta do interesse do grupo sobre o indivíduo, mas também a impossibilidade deste solicitar a divisão do bem comum e a proteção a ele dada contra dívidas do indivíduo junto a terceiros. Na figura dos fundos de investimento, a vedação à divisão de seu patrimônio pelo investidor poderia aproximá-lo do instituto germânico. *Mas em verdade temos aí apenas a aparência de uma característica em comum, pois se nos fundos de investimento o patrimônio é indiviso, existindo a cota a representar-lhe uma fração ideal, na figura da “mão comum”, a indivisão é tal que não faz nascer repartição sequer no plano ideal. (...) Em verdade, a constatação de que a estrutura dos fundos de investimento ante a afirmação da indivisão dos bens cria a cota como expressão de sua fração ideal atribuível aos investidores já de per si afasta a figura da propriedade em mão comum* (p. 188-189). (grifo nosso)

## Teoria da organização associativa

A teoria da organização associativa, diferentemente do exposto acima, entende que os fundos de investimento são um tipo de sociedade, lastreando-se na conformação daqueles com os três elementos básicos da sociedade, quais sejam, contribuição com bens ou serviços, exercício de atividade econômica e repartição de resultados. Desconsidera, contudo, outros aspectos, como a exigência de que a sociedade, para ser assim entendida, tenha, necessariamente, de observar certos requisitos e pressupostos, além de ignorar algumas consequências que essa classificação pode acarretar.

No entanto, antes de debater a tese com pormenores, é preciso ter em mente o conceito de pessoa jurídica, corolário necessário para o real entendimento da corrente doutrinária em epígrafe.

Segundo a jurista Maria Helena Diniz, a pessoa jurídica nada mais é do que a “unidade de pessoas naturais ou patrimônios, que visa a consecução de certos fins, reconhecida essa unidade como sujeito de direitos e obrigações” [Diniz (2010, p. 206)].

Advertem Cristiano de Farias e Nelson Rosenvald, contudo, em consonância com a linha de pensamento do professor Paulo Nader, que não é qualquer reunião de pessoas ou de patrimônio que caracterizará a pessoa jurídica. É indispensável que a unidade de pessoas ou a afetação de bens empreste unidade orgânica a uma entidade que tenha personalidade própria reconhecida pela ordem jurídica [Farias e Rosenvald (2007, p. 264)]. Trata-se, nas palavras de Santoro-Passarelli *apud* Farias e Rosenvald (2007, p. 264), de “um centro autônomo de relações jurídicas”, pressupondo uma criação da vontade humana a quem a lei emprestou personalidade jurídica.

Determina, assim, o Código Civil, em seu art. 44, de forma taxativa, que as pessoas jurídicas de direito privado são as associações, as sociedades, as fundações, as organizações religiosas, os partidos políticos e as empresas individuais de responsabilidade limitada. Portanto, na medida em que o dispositivo legal em tela traz um rol *numerus clausus*, só tais entidades serão consideradas pelo ordenamento jurídico pátrio pessoas jurídicas de direito privado, de modo que, para que surjam novas espécies de pessoas morais, será necessária alteração do referido artigo.

A partir do estudo do art. 44, então, pode-se depreender, consoante a doutrina de Cristiano de Farias e Nelson Rosenvald, que, internamente, as pessoas jurídicas podem ser fundações ou corporações, dividindo-se estas em sociedades e associações. As associações, conforme as lições do mestre Tavares Borba (2003), são as instituições sem finalidade de lucro, ao passo que as sociedades são aquelas entidades que têm na busca do lucro sua finalidade.

Ressalta Tavares Borba, no entanto, que a palavra sociedade tem dupla significação, expressando tanto o contrato em virtude do qual duas ou mais pessoas congregam bens ou serviços para desenvolver um negócio quanto a entidade que desse contrato resulta [Borba (2003, p. 6-7)]. Em que pese a existência de vozes dissonantes, entre as quais a de Ricardo Freitas,<sup>38</sup> verifica-se que um dos requisitos da sociedade é a pluralidade de partes, o que não deve, necessariamente, ocorrer em um fundo, o qual pode ser exclusivo.

Equivoca-se o ilustre autor, entretanto, ao tentar justificar seu entendimento com base em uma excepcionalidade prevista em lei. Embora seja assente na doutrina que a unipessoalidade é vedada, há exceções previstas pelo ordenamento jurídico, entre as quais a subsidiária integral de sociedade anônima,<sup>39</sup> a que se referiu o autor em tela. Por certo, também, que exceções devem ser interpretadas restritivamente, não podendo ser ampliadas para situações que não estão nelas previstas, o que é um postulado basilar de hermenêutica jurídica.<sup>40</sup>

Superada essa primeira questão, outro problema se apresenta. A leitura dos artigos 41 e 44 do Código Civil permite afirmar que somente as pessoas ali estabelecidas são dotadas de personalidade jurídica, residindo aí outro grande obstáculo em considerar os

<sup>38</sup> Nas palavras de Ricardo Freitas: “A pluralidade de partes não deve, no entanto, ser incluída no rol dos elementos identificados como necessários para a caracterização do tipo. Muito embora o Código Civil de 2002 não tenha atendido aos clamores dos mais respeitados comercialistas do país, deixando desarrazoadamente de introduzir entre nós a figura positivada da sociedade unipessoal geral, a lei acionária prevê, desde 1976, a existência da figura da sociedade unipessoal de grupo em seu artigo 251” [Freitas (2006, p. 197)].

<sup>39</sup> A outra hipótese de unipessoalidade autorizada pelo ordenamento jurídico pátrio é a temporária ou incidental, que pode perdurar por, no máximo, 180 dias (art. 1.033, IV do CC Novo), em caso de sociedades regidas pela Lei Substantiva Civil, ou entre duas AGOs, quando as sociedades forem disciplinadas pela Lei 6.404/76 (art. 206, I, d da Lei 6.404/76).

<sup>40</sup> “(...) E, COMO TODA EXCEÇÃO, TEM INTERPRETAÇÃO RESTRITIVA. ESTA É UMA REGRA ELEMENTAR DE HERMENÊUTICA JURÍDICA” (Processo: AGI 20080020082018 DF Relator(a): WALDIR LEÔNCIO JÚNIOR Julgamento: 06/08/2008 Órgão Julgador: 2ª Turma Cível Publicação: DJU 27/08/2008 Pág.: 51); “(...) Norma que consagra exceção à regra geral tem interpretação restritiva”. (Processo: RO 1378199402304001 RS 01378-1994-023-04-00-1 Relator(a): PAULO CARUSO Julgamento: 08/04/1997 Órgão Julgador: 23ª Vara do Trabalho de Porto Alegre).

fundos como um tipo societário, já que tais veículos não têm, por força normativa, personalidade jurídica.

Como visto acima, ao ser considerada pessoa jurídica, uma entidade terá, consequentemente, personalidade própria reconhecida pela ordem jurídica, de modo que, como as sociedades constam do rol de pessoas jurídicas fixado pela Lei Substantiva Civil, não é possível existir um tipo societário que não tenha personalidade jurídica.

É de suma importância ficar evidenciado que o fato de os fundos estarem autorizados a desenvolver certas atividades não os torna uma pessoa jurídica. Como nos ensina o professor Fábio Ulhoa, com sua peculiar lucidez, o conceito de pessoa é muito mais restrito que o de sujeito de direito, sendo este o gênero do qual aquela é a espécie. Aduz o mestre paulista que no conceito de sujeito de direito se encontram não só as pessoas, físicas ou jurídicas, “como também algumas ‘entidades’ despersonalizadas” [Coelho (2007, p. 9)], as quais estão autorizadas a realizar certos atos, estando, portanto, juridicamente aptas ao exercício de direitos e assunção de obrigações.

A consequência do reconhecimento da personalidade é a permissão para a prática da generalidade dos atos da vida civil pelos sujeitos, o que não existe para os sujeitos ditos despersonalizados.

Nas palavras de Fábio Ulhoa, ao personalizar algo ou alguém, a ordem jurídica dispensa-se de especificar quais atos esse algo ou alguém está apto a praticar, pois, em relação às pessoas, o ordenamento jurídico apenas delimita o proibido. Já em relação aos sujeitos despersonalizados, não existe autorização genérica para o exercício dos atos jurídicos: eles só podem praticar os atos essenciais para o seu funcionamento e aqueles expressamente definidos (é delimitado o permitido) [Coelho (2007, p. 10)].

Não é defensável, portanto, considerar os fundos pessoas jurídicas somente porque estão autorizados a realizar atividades negociais. São, sem dúvida alguma, sujeitos de direito, assim como o espólio, a massa falida e o condomínio horizontal, todos aptos ao exercício de direitos e assunção de obrigações.

Prova disso é que os fundos devem ter, necessariamente, uma política de investimentos bem delineada, só podendo investir nas espécies de ativos ali estabelecidas.<sup>41</sup> O art. 6º, inciso III, da Instrução CVM 391, por exemplo, estabelece que o regulamento do FIP deverá dispor sobre: política de investimento a ser adotada pelo administrador, com a indicação dos ativos que poderão compor a carteira do fundo.

Essa, entretanto, não parece ser a posição de Ricardo Freitas (2006), que propugna pelo reconhecimento da natureza de organização associativa aos fundos de investimento, classificando-os como verdadeira e típica sociedade. Defende o autor que a falta de personalidade jurídica não desnatura a natureza jurídica de determinadas entidades como de sociedade, assim como aconteceria com as sociedades em conta de participação, disciplinadas no Código Civil no capítulo das “sociedades não personificadas”.

Ocorre que, consoante a melhor doutrina em direito, o exemplo utilizado pelo nobre jurista não parece ser o mais adequado para determinar a possibilidade de que entidades sem personalidade jurídica possam ser classificadas como verdadeiras sociedades, na medida em que a citada sociedade em conta de participação não é um real tipo societário, a despeito de estar prevista no capítulo do Código Civil que trata das sociedades, uma vez que lhe faltam os requisitos básicos de todas as sociedades, quais sejam, patrimônio próprio e personalidade jurídica.<sup>42</sup>

A tese de que os fundos são uma organização associativa também encontra problemas ao procurar dar uma interpretação extensiva ao

<sup>41</sup> Instrução CVM 391, art. 2º. O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas (...) § 6º Da denominação do fundo deverá constar a expressão “Fundo de Investimento em Participações”, não se admitindo que, à denominação do fundo, sejam acrescidos nomes ou expressões que induzam a uma interpretação indevida quanto a seus objetivos, a sua política de investimento ou a seu público-alvo.

<sup>42</sup> Caracteriza-se a sociedade em conta de participação por uma estrutura de investimentos em que uma ou mais pessoas, os chamados sócios ocultos, fornecem dinheiro ou bens a um empresário, o chamado sócio ostensivo, para que ele os utilize em algumas operações visando ao interesse comum.



parágrafo único do art. 983 do Código Civil. Como já destacado, não se pode, por questões basilares de hermenêutica, dar interpretação extensiva às exceções legais,<sup>43</sup> sendo sabido que a norma consagrada no dispositivo legal em tela tem tal cunho.<sup>44</sup>

Sustentam os defensores dessa teoria que o Código Civil teria, assim, autorizado o reconhecimento, por lei especial, de novas estruturas organizacionais como uma forma de sociedade. Entendem que o regime tipológico adotado pelo legislador brasileiro é parcialmente aberto, exigindo, para que novas formas societárias sejam reconhecidas pela ordem jurídica, “tão somente que a lei especial tenha tipificado a estrutura organizativa, isto é, tenha regulamentado o tipo econômico em questão” [Freitas (2006, p. 218)].

A partir daí, de forma equivocada, defendem que os fundos se subsumem a essa hipótese, considerando que as instruções normativas da CVM que regulamentam os fundos têm *status* de lei especial.<sup>45</sup>

Trata-se de conclusão bastante questionável, na medida em que tem como premissa um fato que, em última análise, parece colidir com a

<sup>43</sup> STJ – Recurso Especial 644733/SC (DJ 28/11/2005 p. 197) – Voto do Ministro Luiz Fux: “(...) 8. *A hermenêutica e a aplicação do Direito impõe obediência a certas regras, no dizer do maior exegeta brasileiro que foi Carlos Maximiliano. Consoante as suas insuperáveis lições, expressas em seu livro ‘Hermenêutica e Aplicação do Direito’, publicado pela Editora Forense, 19ª Edição, às páginas 191/193, in litteris*” “ (...) 271 *O Código Civil explicitamente consolidou o preceito clássico – ‘Exceptiones sunt strictissimoe interpretationis’ (‘interpretam-se as exceções estritissimamente’) no art. 6º da antiga Introdução, assim concebido: ‘A lei que abre exceção a regras gerais, ou restringe direitos, só abrange os casos que especifica.’”*

<sup>44</sup> Art. 983. *A sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a 1.092; a sociedade simples pode constituir-se de conformidade com um desses tipos, e, não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias. Parágrafo único. Ressalvam-se as disposições concernentes à sociedade em conta de participação e à cooperativa, bem como as constantes de leis especiais que, para o exercício de certas atividades, imponham a constituição da sociedade segundo determinado tipo.*

<sup>45</sup> Acerca do tema, pronuncia-se Ricardo Freitas: “No que diz respeito às diversas espécies de fundos de investimento, podemos constatar que seus respectivos regimes jurídicos estão estabelecidos em normas legais emanadas pela CVM, por atribuição de competência conferida pelo Conselho Monetário Nacional, a tanto autorizada por lei, com fundamento em preceito autorizador insculpido na Constituição Federal. Assim, parece-nos correto considerar que o fundo de investimento é tipo econômico dotado de forma organizativa imposta por lei especial” [Freitas (2006, p. 200)].

própria teoria da separação dos poderes, de Montesquieu. Não é demais lembrar que essa teoria pressupõe a existência de poderes “independentes e harmônicos entre si, cada qual com a sua função soberana” [Moraes (2007, p. 486)], o que garantirá a liberdade individual do cidadão.

Assim, a função precípua do Poder Executivo é a prática dos atos de chefia de Estado, de governo e de administração, tendo o Poder Legislativo as funções típicas de legislar e fiscalizar. Pode sim, é verdade, o Poder Executivo, de forma atípica, legislar, mas isso se dará sempre em caráter residual e de excepcionalidade. Por isso, é forçoso demais considerar que uma autarquia, como é o caso da CVM, uma entidade da administração indireta, verdadeira forma de descentralização administrativa, possa inovar na ordem jurídica, criando tipos societários.

É indubitável que o Poder Executivo está autorizado a expedir, no exercício do seu poder regulamentar, atos normativos, abrangendo decretos, portarias, resoluções, instruções, regimentos, de efeitos gerais e abstratos, mas todos serão atos derivados, porque, como nos ensina a professora Maria Sylvia di Pietro, não criam direito novo, apenas estabelecem normas que permitem explicitar a forma de execução da lei [Pietro (2007, p. 216)].

Diametralmente diferente, é claro, das espécies legais, verdadeiros atos normativos originários, os quais podem inovar na ordem jurídica, justamente porque emanados de órgão estatal dotado de competência própria derivada da Constituição Federal.

Assim, o Poder Executivo, no exercício do seu poder normativo ou regulamentar, pode, nas palavras do ilustre Miguel Reale, expedir atos que explicitem ou complementem as leis, sem ultrapassar os horizontes da legalidade [Reale *apud* Pietro (2007, p. 78)], o que, por certo, não se coaduna com a tese de que as instruções da CVM podem criar tipos societários, sendo consideradas leis especiais.

Outra questão que não é plenamente respondida por essa teoria reside na administração dos fundos. A grande maioria de espécies desses veículos de investimento exige que a administração dos negócios do fundo seja confiada a uma pessoa jurídica habilitada

para esse tipo de atividade, o que difere substancialmente dos tipos societários existentes no ordenamento jurídico pátrio.

Fábio Ulhoa, ao tratar dos administradores das sociedades anônimas, apesar de fazer uma ressalva de que a restrição legal é meramente operacional, visando simplificar procedimentos e registros, ressalta que a Lei 6.404/76 prevê como requisito a necessidade de que somente pessoas naturais podem ser eleitas para órgãos da administração da companhia [Coelho (2007, p. 238)]. No tocante às sociedades limitadas, aduz o mestre paulista que a diretoria é o órgão da sociedade limitada, integrado por uma ou mais pessoas físicas e cuja atribuição é, no plano interno, administrar a sociedade e, no plano externo, manifestar a vontade social [Coelho (2007, p. 440)].

A despeito da controvérsia ocorrida a partir da redação do art. 1.060 do Código Civil,<sup>46</sup> o qual, ao tratar da administração das sociedades limitadas, mencionou apenas que a sua gestão teria de ser feita por uma ou mais pessoas, sem distinguir entre pessoas naturais e jurídicas, como fez o art. 977, VI, em relação às sociedades simples, é importante deixar claro que a doutrina majoritária e os órgãos de registro do comércio comungam da definição feita pelo professor paulista, conferindo *status* de requisito legal à necessidade de que a administração da sociedade limitada seja feita por pessoas físicas, vedando, por conseguinte, a possibilidade de que uma pessoa jurídica possa fazê-la.

Entendem que, apesar da omissão constante do art. 1.060, a regra insculpida no parágrafo segundo do art. 1.062 da Lei Substantiva Civil<sup>47</sup> leva a essa conclusão, na medida em que exige que o administrador designado em ato em separado, entre outras medidas para a sua regular investidura, informe o seu estado civil, o seu documento de identidade e a sua residência, elementos ínsitos tão somente às pessoas físicas.

<sup>46</sup> Código Civil, art. 1.060. A sociedade limitada é administrada por uma ou mais pessoas designadas no contrato social ou em ato separado.

<sup>47</sup> Código Civil, art. 1.062. O administrador designado em ato separado investir-se-á no cargo mediante termo de posse no livro de atas da administração. (...) § 2º Nos dez dias seguintes ao da investidura, deve o administrador requerer seja averbada sua nomeação no registro competente, mencionando o seu nome, nacionalidade, estado civil, residência, com exibição de documento de identidade, o ato e a data da nomeação e o prazo de gestão.

Verifica-se, então, que as características centrais de uma sociedade não se subsumem aos fundos. Mas, partindo da premissa de que as outras correntes também não se coadunam com a sistemática dos fundos, como explicar, por exemplo, a atuação de um FIP e de um FMIEE, em que a política de investimentos deve ser, necessariamente, exercida com vistas a permitir influência decisória do fundo nas atividades das companhias investidas e, em última análise, dotá-las de boas práticas de governança corporativa, sem visualizar as atividades de uma *holding* não operacional, em que o objetivo também passa por investir em outras sociedades? Nesse caso, os fundos seriam uma sociedade? Vejamos!

Como dito acima, os diversos tipos societários previstos pelo ordenamento jurídico pátrio têm diferenças substanciais entre si, permitindo uma efetiva distinção de todos eles, mas têm elementos centrais únicos, que compõem uma “espinha dorsal”, comum a todos. Também conforme assertiva formulada acima, as características centrais de uma sociedade não se subsumem aos fundos, o que não permite classificá-los, em qualquer hipótese, como sociedade, justamente por não observarem essa “espinha dorsal”.

No entanto, outros tantos elementos são comuns entre alguns tipos societários ou determinadas sociedades e certos fundos, como é o caso de FIPs e FMIEEs e as sociedades de capitais, notadamente as *holdings* não operacionais. Ou seja, nem nesse exemplo os fundos poderão ser tidos como verdadeiras sociedades, devendo as características comuns ser estudadas em conjunto com os elementos distintivos, o que eventualmente poderia levar até mesmo à conclusão de que se trata de um instituto com uma identidade própria.

Assim, os fundos poderiam ser considerados um fenômeno jurídico novo,<sup>48</sup> inovador, mesmo que composto de características também presentes em outros institutos, mas, como a determinação da natureza jurídica dos fundos não é o objetivo do presente estudo, iremos nos abster

---

<sup>48</sup> Fernando Schwarz Gaggini (2001) conclui nessa linha, afirmando que o fundo de investimento, perante o direito brasileiro, é uma forma de “condomínio” de natureza especial, com regras próprias e específicas, distintas das descritas no Código Civil. Assevera, ainda, que no funcionamento dos fundos não se averiguou a existência fática do instituto do condomínio tradicional, mas sim a existência de um instituto jurídico diferenciado.

de fazer quaisquer conclusões quanto a sua classificação na ciência do Direito. O que importa efetivamente, para que os objetivos propostos para este estudo sejam atendidos, é que fique evidenciado se os fundos têm determinadas características que possam restringir ou não o mercado secundário de quotas de FIPs e FMIEEs, elo fundamental para o pleno desenvolvimento de um mercado de capitais amplo e robusto.

Assim, torna-se imperativo o estudo da questão da *affectio societatis* e da natureza personalíssima, o que é feito em seguida.

### **Fundos de investimentos: *affectio societatis* e natureza *intuitu personae***

Independentemente do fato de estar evidenciado que um contrato de um fundo de investimentos não se confunde com um contrato de sociedade, é de suma importância, para que se possa discutir o pleno desenvolvimento do mercado de capitais com a criação de um mercado secundário de quotas de FIPs e de FMIEEs, que fique claro o conceito de *affectio societatis* e se ele é aplicável a tais veículos de investimentos, assim como o da natureza *intuitu personae*.

Ou seja, a definição do que é *affectio societatis* e sua aplicação ou não aos fundos de investimentos serão, assim como realizado pelos romanos para definir a existência ou não de um contrato de sociedade, um critério para estabelecer se em uma união de bens de quotistas haverá uma relação personalíssima e obrigatória entre aqueles que se associarem nesses veículos de investimentos ou se apenas existirá um mero condomínio, isto é, a transformação de uma propriedade individual em compropriedade, nas palavras do professor Eduardo Volterra.

Portanto, diferentemente do que defende o autor Solá Cañizares (1963), um correto entendimento da *affectio societatis* e de suas consequências tem utilidade prática, pelo menos no tocante a um mercado secundário de quotas de fundos de investimento. Segundo o autor espanhol, a busca pela definição dos contornos da *affectio societatis*

não tem utilidade nenhuma e serve tão somente para acarretar discussões doutrinárias.

Assim, em primeiro lugar, cabe ressaltar que a *affectio societatis*, considerada pela doutrina moderna de Fábio Ulhoa [Coelho (2007)] pressuposto de existência das sociedades, foi elemento essencial para o surgimento do instituto da *societas* no direito romano, decorrendo do fato de que, com a edição da Lei das XII Tábuas, os herdeiros, apesar de estarem autorizados pela primeira vez a dividir os bens, puderam associar-se, de forma consensual e voluntária, com o fito de explorar suas propriedades com maior probabilidade de ganhos, como bem destacado pelo juiz e professor Álvaro Rodrigues Junior em excelente artigo sobre o assunto [Rodrigues Junior (2004)].

Segundo Volterra, seria essa vontade de associar-se, consubstanciada na *conventio*, um requisito não estático, uma vez que deveria ser apurada a todo instante e não tão somente no momento da estruturação da *societas*. Por isso, o professor João Eunápio Borges, com sua peculiar lucidez, nos ensina que na *societas* romana era imprescindível um consentimento permanente, de modo que sua interrupção tinha o condão de extinguir o contrato, e que, em virtude disso, à época, a expressão *consensus* foi alterada para a palavra *affectio*, mais eficaz e mais significativa, nas palavras de Rodrigues Junior (2004).

Adicionalmente, convém ressaltar que a *societas*, assim como acontece com as chamadas sociedades de pessoas de hoje em dia, era estabelecida de maneira *intuitu personae*, na medida em que, como nos ensina o professor Waldemar Ferreira em seu clássico tratado acerca das sociedades mercantis, resultava de um convênio em que predominava o *animus contrahendae societatis* [Ferreira (1952)]. Assim, desde essa época, o elemento *intuitu personae* é tido como pressuposto integrativo do pacto societário, como bem destaca o ilustre Fabio Konder Comparato (1979).

Verifica-se, então, que o conceito de *affectio societatis* é indissociável do elemento *intuitu personae*, sendo, por isso, que o professor Fran Martins define aquele ânimo como “o desejo de estarem os sócios juntos para a realização do objeto social” [Martins (1990)].

O professor cearense, por sinal, assevera que a *affectio societatis* apenas se encontra nas sociedades de pessoas e não nas sociedades institucionais ou de capitais, uma vez que “quando uma pessoa entra para uma dessas sociedades pode ignorar quais sejam os outros sócios, não havendo, assim, nenhum elo pessoal a ligá-los”.

Na mesma esteira, o autor italiano Enrico Soprano afirma que a *affectio societatis* nada mais é do que “o desejo dos sócios de operar como membros da coletividade social, aderindo um ao outro, com o propósito de explorar o objeto social num mesmo caminho” [Soprano *apud* Corrêa (2002)], o que denota essa ligação umbilical entre os elementos da *affectio societatis* e da natureza *intuitu personae*. Esse também é o magistério de Comparato, que assim se pronuncia:

Se ainda é aceitável classificar a companhia aberta na categoria das sociedades de capitais, pelo seu caráter marcadamente institucional, a companhia fechada já apresenta todas as características de uma sociedade de pessoas, animada por uma *affectio societatis* que se funda no *intuitu personae*. Ao contrário da simples consideração dos capitais, na companhia fechada prepondera, tanto entre acionistas quanto perante terceiros, a confiança e a consideração pessoal [Comparato *apud* Corrêa (2002)].

Assim, pode-se afirmar, como defendido por Leonardo Corrêa (2002) em monografia sobre o tema, que é “o *intuitu personae*, portanto, que determinará a existência de *affectio* em qualquer sociedade. Da mesma forma que será a constatação do aspecto institucional da sociedade que excluirá a ocorrência da *affectio*”. O monografista assevera, ainda, que:

Da lição do prof. Comparato, que é de clareza solar, extrai-se que o fundamento para aferir a existência da *affectio societatis* em uma sociedade deve partir, necessariamente, da busca do caráter *intuitu personae*, pois é a constatação desse caráter que determinará a incidência daquele instituto.

Portanto, para boa parte da doutrina, capitaneada por Fábio Ulhoa, a *affectio societatis*, verdadeiro pressuposto de existência das sociedades de pessoas, nada mais é do que “a disposição dos sócios em formar e manter a sociedade uns com os outros” [Coelho (2007, p. 370)], de modo que, quando esse ânimo não existir ou desaparecer, a sociedade não se constituirá ou deverá ser dissolvida. Com o mesmo entendimento, Houpin e Bosvieux (1935) conceituam-na como a “vontade de trabalhar em comum visando um interesse econômico”. Enrico Soprano, por sua vez, a define como “o desejo dos sócios de operar como membros da coletividade social, aderindo um ao outro, com o propósito de explorar o objeto social num mesmo caminho” [Soprano *apud* Corrêa (2002)].

No entanto, para parcela dos tratadistas de direito empresarial, entre os quais se destaca Paul Pic, a *affectio societatis*, mais do que uma tradução do desejo de formar e permanecer em sociedade, deve observar um critério de ordem econômica [Pic (1925)], consistindo, como bem ressaltado por Álvaro Rodrigues Júnior (2004), “na vontade, bem determinada, por parte de todos os sócios, de cooperar ativamente na realização da obra comum”. Horácio Fargosi, por sua vez, também citado por Álvaro Rodrigues Júnior, sustenta que “ela consiste na vontade de cada sócio de adequar sua conduta e seus interesses pessoais, egoístas e não coincidentes às necessidades da sociedade, a fim de que esta possa cumprir o seu objetivo” [Fargosi (1938)].

É certo, contudo, que quase todas essas discussões doutrinárias têm pouca relevância. A mais importante, por trazer repercussões práticas, reside no fato de que, por ser o conceito de *affectio societatis* indissociável do elemento *intuitu personae*, o ânimo de constituir e permanecer em sociedade é exclusivo daquelas que têm natureza personalíssima. Daí decorre, por exemplo, como bem ressaltado por Tavares Borba, que, “enquanto na sociedade de pessoas o quadro social deve manter-se constante, na sociedade de capitais a mutabilidade dos sócios é a regra” [Borba (2003, p. 58)].

Visto isso, com a exata compreensão da *affectio societatis* e sua natureza umbilical com a questão do elemento personalíssimo, é



possível perquirir se algo parecido ocorre com os fundos de investimento. Seriam esses veículos dotados de tais características ou não?

É sabido que quando os investidores, inclusive os qualificados, aplicam seus recursos em fundos, mesmo naqueles fechados, como é o caso dos FIPs e dos FMIEEs, o que buscam, em última análise e prioritariamente, é a rentabilidade desse dinheiro despendido.

Mesmo os investidores institucionais que aplicam capital em fundos com o objetivo de que tais veículos possam investir em setores prioritários para o desenvolvimento da economia do Brasil, como é o caso de instituições de fomento, sempre almejam o retorno financeiro dos recursos aportados no fundo, até mesmo para que possam reinvesti-los em outros projetos vitais e estruturantes para o país, em um verdadeiro ciclo virtuoso. Exemplo maior disso são os investimentos em fundos realizados pela BNDESPAR.

Portanto, considerar que os quotistas de fundos aplicam seu dinheiro em tais veículos tendo a qualidade dos demais investidores como elemento principal, ou como indutora de sua iniciativa, é forçoso demais. As características pessoais que contam para a tomada de decisão do investimento em um fundo são aquelas do administrador e/ou do gestor e não dos demais quotistas. Mesmo assim, em alguns casos, o fator determinante para tanto pode ser outro aspecto, como a política de investimentos do fundo ou o valor da sua taxa de administração.

Daí conclui-se, definitivamente, que os fundos não podem, em regra, ter, entre suas características, a questão da *affectio societatis* e do elemento *intuitu personae*. Esse também parece ser o entendimento do professor Fábio Comparato (1979), que já proclamou que os regulamentos dos fundos e os estatutos das companhias “são corpos de normas, objetivas e impessoais, exatamente porque as sociedades por ações, ou os fundos de investimento, constituem reuniões de capitais, representados por ações ou quotas, e não reuniões de pessoas determinadas”.

## Conclusão

Consoante a doutrina de Flora Pinotti Sano, pode-se afirmar que, além de um cenário macroeconômico favorável (ligado ao desempenho), um ambiente institucional estável e com regras claras constitui um dos pilares de um mercado de capitais forte [Sano (2009)]. Por isso, este artigo preocupou-se todo instante com os contornos normativos aplicáveis aos fundos de investimento, notadamente aos FIPs e aos FMIEEs.

Ficou evidenciado, assim, que a CVM regulamenta, de forma detida, as mais diversas espécies de fundos, mas isso não é suficiente para responder alguns questionamentos que podem surgir conforme a classificação jurídica do instituto.

Dessa forma, todas as discussões trazidas à baila no presente estudo, por permitirem a real compreensão e dimensão do instituto, são imprescindíveis para que se esclareça quanto à necessidade ou não de que seja observado direito de preferência por ocasião da alienação de quotas de FIPs e FMIEEs.

Caso os fundos sejam entendidos como um condomínio, as regras do Código Civil relativas aos direitos reais deverão, necessariamente, ser observadas, especialmente em caso de omissão das instruções normativas da CVM.

Nessa hipótese, seria inevitável reconhecer que, em caso de venda secundária de quotas de FIPs e FMIEEs, o alienante, para que sua operação fosse considerada eficaz, teria de conceder direito de preferência aos demais quotistas ou esperar o transcurso *in albis* do prazo de 180 dias, sem oposição dos demais condôminos. Isso tudo porque, conforme mencionado alhures, é direito essencial dos condôminos adquirir, em igualdade de condições, o quinhão de coisa indivisa sempre que algum comunheiro pretender aliená-lo.

Também, em se considerando que os fundos são dotados de *affectio societatis* e têm natureza personalíssima, o direito de preferência teria de ser concedido quando se pretendesse alienar quotas de FIPs e FMIEEs, dado que em entidades que têm tais elementos as

características pessoais e o caráter dos demais integrantes cumprem papel decisivo na tomada de decisão da pessoa para fazer parte delas.

É possível afirmar, no entanto, com base em tudo que ficou demonstrado no presente estudo, que os fundos de investimento, em especial os FIPs e os FMIEEs, não são um condomínio clássico, a despeito de a CVM se referir a eles dessa maneira, e tampouco têm entre as suas características essenciais e pressupostos de existência a *affectio societatis* e o elemento *intuitu personae*.

Por isso e também em virtude de os quotistas de fundos fechados terem um vínculo estável, na medida em que não podem exigir, a qualquer tempo e por declaração unilateral de vontade, o resgate de suas quotas, é indubitável que, em caso de alienação de quotas de FIPs e FMIEEs, não é necessária a observância de qualquer direito de preferência perante os demais quotistas, salvo se o regulamento desses fundos, de forma expressa, assim o exigir.

De qualquer sorte, a despeito da conclusão alcançada no presente artigo, fato é que os fundos de investimento carecem de uma disciplina normativa que erradique a insegurança jurídica que ainda permeia o instituto.

Sem dúvida, uma vez superada a lacuna legislativa existente, serão criados os contornos necessários para o desenvolvimento do mercado secundário de alienação de quotas de FIPs e FMIEEs, hoje ainda muito incipiente.

E, com o desenvolvimento do mercado secundário de quotas de fundos, importante ferramenta de liquidez para os investidores, o Sistema BNDES, na qualidade de um dos protagonistas da indústria de fundos de investimento e com a experiência adquirida nos sessenta anos de sua história, certamente continuará a contribuir para o incremento dessa indústria.

## Referências

- ALONSO, F. R. Os fundos de investimentos. *Revista de Direito Mercantil*, v. 1, 1971.
- BARRETO FILHO, O. *Regime jurídico das sociedades de investimentos*. São Paulo: Max Limonad, 1956.
- BORBA, J. E. T. *Direito societário*. Rio de Janeiro – São Paulo: Renovar, 2003.
- CAÑIZARES, F. S. *Tratado de derecho comercial comparado*. Barcelona: Montaner y Simón, t. III, 1963.
- COELHO, F. U. *Curso de direito comercial – Direito de empresa*, v. 2. São Paulo: Saraiva, 2007.
- COMPARATO, F. K. Restrições à circulação de ações em companhia fechada: Nova et vetera. *Revista de Direito Mercantil*, n. 36, 1979.
- CORRÊA, L. Dissolução de sociedade anônima por quebra da affectio societatis. *Jus Navigandi*, Teresina, ano 7, n. 60, nov. 2002. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=3408>>. Acesso em: 18 mar. 2010.
- DINIZ, M. H. *Curso de direito civil brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2010.
- FARGOSI, H. *La affectio societatis*. Buenos Aires: Libreria Jurídica, 1938.
- FARIAS, C. C. de; ROSENVALD, N. *Direito civil – Teoria geral*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007.
- FERREIRA, W. M. *Tratado de sociedades mercantis*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1952.
- FREITAS, R. S. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.
- GAGGINI, F. S. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2001.
- GENTILE, G. *Il Contratto di Investimento in fondi comuni*. Pádua: Cedam, 1991.
- GOMES, O. *Direitos reais*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.
- HOUPIN, C.; BOSVIEUX, H. *Traité général des sociétés*. 7ª ed. Paris: Librairie Recueil Sirey, 1935.
- MARTINS, F. *Curso de direito comercial*. 15ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1990.

- MAXIMILIANO, C. *Condomínio*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1961.
- MELO, M. A. B. de. *Direito das coisas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007.
- MORAES, A. *Direito constitucional*. São Paulo: Atlas, 2007.
- PIC, P. *Traité général de droit commercial: des sociétés commerciales*. 10ª ed. Paris: Librairie Arthur Rousseau, 1925.
- PIETRO, M. S. Z. di. *Direito administrativo*. São Paulo: Atlas, 2007.
- RODRIGUES, S. *Direito civil*, v. 5. 28. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.
- RODRIGUES JUNIOR, Á. Análise dos conceitos de “affectio societatis” e de “ligabilidad” como elementos de caracterização das sociedades comerciais. *Jus Navigandi*, Teresina, ano 9, n. 236, 29 fev. 2004. Disponível em: <<http://jus.com.br/revista/texto/4905>>. Acesso em: 1º out. 2011.
- SANO, F. P. *O modelo de supervisão baseada em risco e o papel da autorregulação*. São Paulo: Saraiva, 2009.
- VOLTERRA, E. *Instituciones de Derecho Privado Romano*. Madri: Civitas S.A., p. 519-520, 1986.